

# **Debêntures conversíveis: a falta de disciplina legal quanto aos direitos dos debenturistas nos casos de reorganizações societárias**

**Bruno Lintz dos Santos\***

## **Resumo**

A Lei 6.404/76 – Lei das Sociedades por Ações – estabelece, em seus artigos 227 a 229 e 231, o tratamento a ser dado às debêntures em circulação nos casos de reorganização societária da emissora. Tal regramento refere-se a debêntures de modo genérico e claramente preocupa-se com o risco de crédito dos tomadores de debêntures, mediante sucessão de obrigações e previsão de pagamento antecipado.

O presente estudo questiona a extensão da aplicabilidade e adequação dos referidos artigos a debêntures conversíveis, as quais – financeiramente – encerram mais que um crédito, pois embutem um derivativo cujo valor poderá ser superior ao valor de face da debênture. O estudo avaliou de forma sistemática a legislação nacional sobre debêntures e reorganizações societárias, bem como posições doutrinárias sobre os temas. Buscou-se entender o tratamento a ser aplicado nesses casos, concluindo-se que os citados artigos não são perfeitamente aplicáveis, podendo ser ajustados por vontade das partes enquanto não há alteração legislativa para suprir a lacuna.

---

\* Advogado da Área de Mercado de Capitais do BNDES. Este artigo é de exclusiva responsabilidade do autor, não refletindo, necessariamente, a opinião do BNDES.

## **Abstract**

The Law nº 6.404/76 establishes in its articles 231 and 227 to 229 the treatment to be applied to outstanding debentures in the event of a corporate reorganization, such as a merger or a consolidation. These regulations refer to debentures in a general way and only address the credit risk of debenture holders, by providing for the survival of the credit on the survival corporate entity or accelerating their repayment. The present study questions the extent and adequacy of the protection granted by the aforesaid articles with regard to convertible debentures, which have an embedded derivative generating projected profit expectation that is not covered by these regulations. This study evaluated the national legislation on debentures and corporate reorganization, as well as the relevant legal doctrine and seeks to understand the treatment to be applied in these cases, concluding that the aforesaid articles are not entirely applicable and are subject to adjustment by the parties involved as long as this loophole in the legislation is not rectified.

## Introdução

A Lei 6.404/76, Lei das Sociedades por Ações (ou “Lei das S.A.”), estatuiu, em seu Capítulo V, o tratamento legal aplicável às debêntures, títulos de crédito emitidos por sociedades anônimas. Em seu Artigo 57, previu que as debêntures podem ser convertidas em ações.

As debêntures conversíveis, via de regra, asseguram a seu titular a opção de converter seu crédito em uma quantidade de ações da companhia emissora, conforme termos e condições especificados na escritura de emissão elaborada por essa companhia. Tal opção configura uma possibilidade de ganho de capital atrelado ao valor das ações de emissão da companhia análoga a uma opção de compra de ações, um derivativo embutido no título de crédito. Desse modo, esse tipo de operação ultrapassa a relação meramente creditória, caracterizando um verdadeiro instrumento híbrido de investimento, cujo valor intrínseco se destaca do valor nominal ou valor de face da debênture.

A mesma lei regulou as formas de reorganização societária envolvendo sociedades anônimas em seu Capítulo XVIII. São elas: transformação, incorporação, fusão e cisão. Ao fazê-lo, criou um sistema de proteção aos credores das companhias envolvidas e de direitos das companhias em relação a tais credores, nos artigos 227 a 229 e 231 a 234.

O Artigo 231 é específico em relação aos “direitos dos debenturistas”. Estabeleceu que as sociedades que sobreviverem ou que receberem parcelas do patrimônio de outras no âmbito de uma reorganização societária são sucessoras das extintas ou daquelas cujo patrimônio foi incorporado. No regramento dispensado às debêntures (no qual não há distinção de tipos de debêntures), a lei estabeleceu a possibilidade de a companhia emitente promover a reorganização societária sem anuência dos debenturistas, desde que lhes garanta o resgate das debêntures.

O problema consiste no fato de que a mesma companhia emissora, que “prometeu” a seus debenturistas um instrumento de investimento com potencial de ganho variável, pode aprovar uma reorganização societária em que ao debenturista se impõe uma escolha: suas debêntures resgatadas, pelo valor nominal, ou suas debêntures sucedidas por

outra sociedade, em que a opção de conversão fica automaticamente desajustada, sem autoaplicabilidade. Em outras palavras, os acionistas da companhia podem unilateralmente (em relação aos debenturistas) alterar as condições da opção embutida, desequilibrando as expectativas que fundamentaram o investimento em debêntures.

O presente artigo estuda as consequências dessa lacuna legal, bem como avalia possíveis alternativas para a manutenção do equilíbrio econômico-financeiro do negócio jurídico, de modo a preservar a segurança jurídica necessária à continuidade do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Espera-se demonstrar que o Artigo 231 da Lei das S.A. não é plenamente adequado a operações de debêntures conversíveis, devendo ser assegurado ao debenturista o direito – a ser previsto pela companhia emissora quando da elaboração da escritura de emissão das debêntures – de ajustar a opção de conversibilidade para que esta mantenha os mesmos parâmetros econômico-financeiros que captaram recursos de investidores, tanto nos casos em que a sociedade emissora é extinta, como na incorporação e na fusão (e também na cisão, a depender do tipo de cisão), quanto nos casos em que a sociedade emissora perde parte de seu patrimônio, como na cisão.

## **Debêntures conversíveis**

Nos termos da Lei das S.A. e da Lei 6.385/76, as debêntures são valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas que conferem direito de crédito aos investidores que as adquirem. São reguladas no Capítulo V da Lei das S.A., o qual abrange regras sobre criação e emissão, registro, garantias, condições de vencimento, amortização, resgate, juros, propriedade, agente fiduciário, assembleia de debenturistas e conversibilidade em ações.

O estudo desses títulos é relevante, pois sua utilização é bastante difundida no mercado de crédito brasileiro. Conforme observado por Durval José Soledade Santos em artigo sobre a instrumentalidade do

título para captação de recursos, publicado na Revista do BNDES, sua difusão está diretamente relacionada à grande flexibilidade que propicia para as companhias emissoras, sem prejuízo de outros fatores, como custo de emissão e liquidez que proporciona aos credores. Podem ser utilizadas para a realização de simples operações de crédito até montagens financeiras de grande complexidade, com a conjugação de renda fixa e renda variável, diferenciação de prazos, entre outras flexibilidades.

As debêntures são criadas por declaração unilateral da sociedade emissora e obedecem, sem prejuízo das disposições constantes no Capítulo V da Lei das S.A., aos termos e condições constantes da escritura de emissão elaborada pela emissora. Desse modo, o investidor que decidir por adquirir a debênture adere às disposições da escritura de emissão, as quais observarão o regramento societário.

A debênture, como declaração unilateral de vontade, terá, pois, que ser interpretada, até mesmo em relação ao primeiro tomador, nos termos e nas condições constantes da escritura de emissão. Pactos outros, firmados pela emissora, serão atinentes ao negócio subjacente, não se comunicando ao título em si mesmo, que tem na autonomia uma característica essencial [Borba (2005, p. 16)].

Não se confundem com ações, vez que estas são destinadas à permanência – são recursos próprios da companhia, considerados não exigíveis por seus detentores. As debêntures, via de regra, têm prazo de vencimento estabelecido e representam recursos de terceiros, podendo ser exigidos por seus detentores, até mesmo mediante execução e eventualmente requerimento de falência.

Quem adquire ações torna-se sócio da empresa – terá renda variável, participando do risco do empreendimento; quem investe em debêntures torna-se credor da empresa – terá, em regra, renda fixa, não se sujeitando ao sucesso ou insucesso da sociedade [Borba (2005, p. 21 e 22)].

O Artigo 57 da Lei das S.A. estabelece a possibilidade de as debêntures serem conversíveis em ações da emissora. Tais debêntures

asseguram a seu titular a opção de converter seu crédito em uma quantidade de ações da companhia emissora, conforme preço ou relação de conversão especificados na escritura de emissão elaborada pela companhia. O debenturista poderá assim manter sua condição de credor até o vencimento, recebendo o valor nominal (valor de face) da debênture, ou passar a ser um acionista, participando da atividade empresarial, sendo remunerado pelos lucros sociais e pela eventual valorização de suas ações. Esse tipo de crédito foi introduzido no direito brasileiro pelo Artigo 44 da Lei 4.728/1965 com base na experiência norte-americana de *convertible bonds*.

José Edwaldo Tavares Borba explica que:

Vislumbra-se, portanto, na debênture conversível, além do direito de crédito, que é inerente a qualquer debênture, um direito à aquisição de ações da emitente, cujo preço será pago com o valor da debênture, que, para esse efeito, será resgatada até mesmo antes do vencimento, isto é, na data da opção de conversão. A debênture conversível é, ao mesmo tempo, um título de renda fixa e um título de renda variável. [...] O debenturista, por conseguinte, aproveita as virtudes da renda fixa, sem se privar da possibilidade de realizar ganhos de capital [Borba (2005, p. 214 e 217)].

É imprescindível notar, portanto, que o debenturista disporá de um piso (renda fixa), mas não de um teto de retorno do investimento (renda variável), pois poderá ter ganho de capital na conversão, caso o preço ou relação de conversão previstos na escritura sejam vantajosos em relação ao preço de mercado das ações. O preço de conversão ou relação de conversão serão definidos na partida, levando-se em conta os critérios definidos no Artigo 170, §1º, da Lei das S.A. É usual que os preços ou relações de conversão sejam, na partida, acrescidos de ágio em relação ao valor de mercado das ações, de modo que a opção de conversão do debenturista poderá ou não se tornar vantajosa a depender da valorização do preço de mercado da ação da emissora ao longo do prazo de conversão estabelecido na escritura de emissão.

Em complemento às definições legais e à doutrina jurídica, expostas sucintamente, faz-se necessário adentrar o campo das finanças para

entender completamente a essência de uma debênture conversível. Na literatura financeira, os títulos conversíveis são qualificados como híbridos, porque configuram uma dívida acoplada a um derivativo.

*A convertible bond is a security that can be converted into common stock at the option of the investor. Hence, it is a bond with an embedded option where the option is granted to the investor. [...] A convertible security is therefore a security with an embedded call option to buy the common stock of the issuer [CFA Institute (2010, p. 324)].*

Conforme ensinam Eizirik *et al.* (2008),

um ‘derivativo’ constitui um contrato, ou mesmo dois contratos conexos, ou um título, cujo valor ‘deriva’, é resultado do valor de determinado ativo financeiro. Assim, por exemplo, uma opção de compra de ações preferenciais emitidas pela companhia X constitui um derivativo, cujo valor, em princípio, resulta da cotação de tais ações, que constituem, no elíptico jargão do artigo 2º, VIII, da Lei 6.385/76, os ‘ativos subjacentes’. Podem servir de referência para um contrato derivativo vários tipos de ativos, como, por exemplo, a cotação de uma ação, o valor de mercado de uma carteira de ações medido por um índice, a taxa de câmbio entre duas moedas, ou o preço de mercado de uma *commodity*, como a soja, o café, o ouro, entre outros (p. 111).

Entre os tipos de derivativos, merecem destaque, para o presente estudo, os contratos de opções. Nestes, o objeto consiste no direito de comprar ou vender um bem em uma data futura (prazo de exercício, que poderá ser durante todo o período ou somente em data prefixada no fim do período) por preço determinado. As partes são: de um lado, o lançador da opção, o qual outorga a opção e se obriga a vender ou comprar o ativo no futuro pelo preço determinado; e, do outro, o titular ou comprador da opção, que poderá exercê-la contra o lançador. Nas opções de compra, conhecidas por *call options*, o titular da opção tem o direito de adquirir um ativo e o lançador assume a obrigação de vender (sendo ainda possível a liquidação financeira e não física, a depender do contrato). “A vantagem da opção de compra

é a de adquirir um ativo, que neste intervalo de tempo sofreu uma valorização, por preço menor ao negociado no mercado”. [Eizirik *et al.* (2008), p. 112)]. Nas opções de venda, conhecidas por *put options*, ocorre o inverso.

Como citado acima, na literatura de finanças a debênture conversível é interpretada como se houvesse uma opção de compra embutida. Portanto, a companhia emissora é a lançadora da opção. A opção é lançada aos investidores (que incluem seus acionistas, nos termos do Artigo 171, § 3º, e o mercado em geral). Os investidores têm a opção de adquirir ações a um preço determinado conforme condições estabelecidas na escritura de emissão.

Por envolver um derivativo, a determinação do valor de uma debênture conversível torna-se distinta da avaliação de uma debênture simples. O presente artigo não tem como objetivo explicar as formas de avaliação de debêntures conversíveis, mas sim demonstrar – especialmente para o leitor não especializado em finanças – que a referida avaliação é complexa e distingue-se do valor nominal representado pela debênture:

*(...) it is a complex bond because the value of the bond will depend on both how interest rates change (which affects the value of the call and any put option) and how changes in the market price of the stock affects the value of the option to convert to common stock [CFA Institute (2010, p. 324)].*

Em outras palavras, a título meramente ilustrativo, um investidor que subscreve uma debênture conversível de emissão de determinada companhia, com relação de conversão a um preço determinado e por um prazo de alguns anos, integralizando R\$ 100,00 por tal debênture (valor nominal unitário), terá, já no momento inicial, um título cujo valor poderá ser superior a R\$ 100,00. Isso porque a opção de conversão, de adquirir ações por um prazo de anos a um valor determinado, tem um valor intrínseco – tanto é assim que a negociação de contratos de opção no mercado de capitais envolve o pagamento de “prêmio” pela aquisição da opção –, o lançador da opção recebe o “prêmio”.



Na literatura financeira, há diversos meios para avaliação de ativos. No caso de títulos conversíveis, todos levam em consideração o valor de mercado do ativo subjacente, isto é, das ações em que se convertem, tanto em relação ao valor de mercado real e projetado das ações como valor econômico ou patrimonial. Para ilustrar, vejamos o raciocínio básico, desconsiderando fatores de contorno, como prazo de exercício, liquidez da ação, fluxo de dividendos *vis-à-vis* fluxo de pagamento de juros: se determinado investidor conta com o direito de adquirir uma ação ao preço de R\$ 1,00 e o preço de mercado da referida ação é de R\$ 2,00, tal investidor tem um ganho de capital instantâneo equivalente à diferença entre R\$ 2,00 e R\$ 1,00. Não obstante, é preciso ainda considerar que a avaliação de uma opção leva em conta outros fatores, como prazo de exercício, ou seja, o período em que o detentor pode exercer seu direito. Desse modo, ainda que o preço de exercício de uma opção não seja superior ao preço de mercado (por exemplo: opção de compra de ação a R\$ 1,00 por ação durante cinco anos, mas preço de mercado da ação é R\$ 0,50, não sendo benéfico o imediato exercício), ainda resta a possibilidade de que o preço de mercado se eleve durante o prazo (durante cinco anos, o preço da ação poderá subir). O detentor de debênture conversível poderá manter sua condição de credor, recebendo juros como remuneração, e, ao fim do prazo de vencimento da debênture, poderá obter ganho adicional caso o preço de mercado supere o preço de conversão estabelecido na escritura de emissão. O prazo de exercício tem seu valor próprio.

Isso posto, vale a pena voltar à literatura financeira para ilustrar a complexidade da avaliação de opções.

*Consider first a noncallable/nonputable convertible bond. The investor who purchases this security would be effectively entering into two separate transactions: 1) buying a noncallable/nonputable straight security and 2) buying a call option (or warrant) on the stock, where the number of shares that can be purchased with the call option is equal to the conversion ratio. The question is: What is the fair value for the call option? The fair value depends on the factors that affect the price of a call option. One key factor is the expected price volatility of the stock: the higher the expected*

*price volatility, the greater the value of the call option. The theoretical value of a call option can be valued using the Black-Scholes option pricing model.<sup>1</sup> [...] Valuation models based on an option pricing approach have been suggested by several researchers. These models can generally be classified as one-factor or multi-factor models. By 'factor' we mean the stochastic (i.e., random) variables that are assumed to drive the value of a convertible or bond [CFA Institute (2010, p. 329 e 330)].*

Por fim, cumpre ainda frisar que o recebimento da opção de compra pelo investidor, debenturista, não é gratuito. O valor representado no derivativo é cobrado pela emissora (e por seus acionistas). No mercado mobiliário, não há opção gratuita – as negociações de opções envolvem um pagamento pelo comprador. Da mesma forma, para desfrutar de tantos benefícios ( piso de renda fixa acoplado a renda variável de derivativo), os debenturistas cedem algo.

A opção de compra embutida serve de contraponto para algo: seja a remuneração por juros baixos, seja a escassez de garantias, seja a baixa classificação de risco de crédito da emissora, seja o momento adverso de mercado. O investidor paga pela opção de algum modo. Tal fato é devidamente mencionado em doutrina:

Entretanto, essa dualidade de posições que a debênture conversível confere a seu titular comporta, naturalmente, um preço. Por conta da prerrogativa representada pela conversibilidade, a sociedade emissora, em uma debênture conversível, poderá praticar taxas de juros mais baixas do que as demandadas por uma debênture simples. [...] Em períodos de mercados ou cotações deprimidas, a captação de recursos através de debêntures conversíveis evitará a diluição patrimonial que uma emissão de ações acarretaria [Borba (2005, p. 219)].

Isso posto, faz-se necessário interpretar o negócio jurídico entre companhia emissora (e seus acionistas), de um lado, e os investidores

---

<sup>1</sup> Conforme definição na enciclopédia on-line Investopedia: “*The Black Scholes Model is one of the most important concepts in modern financial theory. It was developed in 1973 by Fisher Black, Robert Merton and Myron Scholes and is still widely used today, and regarded as one of the best ways of determining fair prices of options. There are a number of variants of the original Black-Scholes model*”.

debenturistas, de outro, como um encontro de vontades e expectativas consubstanciadas em uma complexa trama financeira, e não somente como uma dívida cuja satisfação depende de retorno do principal acrescido de juros.

## **Reorganizações societárias**

Primeiramente, cumpre ressaltar que o presente artigo não pretende explorar minuciosamente o tema, mas apenas explicar as operações de fusão, incorporação e cisão, no que consiste cada uma, com enfoque nas decorrentes alterações patrimoniais e acionárias, para que seja possível entender como tais operações afetam as debêntures conversíveis.

Esses três institutos são instrumentos disponíveis ao mundo empresarial para a realização dos processos de reorganização societária. Podem ter vários fins, entre eles: a) Reestruturação de grupo de empresas; b) Separação de Divisões ou Áreas de uma empresa; c) Concentração de Empresas; d) Redução de Custos Administrativos e Operacionais; e) Preparação para Alienação; e f) Planejamento Tributário [Anan Junior (2005, p. 16)].

Nos termos do Artigo 227 da Lei das S.A., a operação de incorporação é aquela por meio da qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

A título ilustrativo: se a sociedade A é incorporada pela sociedade B, a sociedade A deixa de existir. Haverá aumento de capital na sociedade B sem direito de preferência para os acionistas da sociedade B. Nesse aumento de capital, os acionistas da sociedade A receberão ações da sociedade B na proporção do valor do patrimônio líquido da sociedade A em comparação ao valor do patrimônio líquido da sociedade B. Destarte, a base acionária que existia na sociedade A deixa de existir para integrar uma nova base, que inclui acionistas de ambas as sociedades. Em outros termos: um acionista que detinha

5% do capital da sociedade A poderá passar a deter, por exemplo, 0,1% da sociedade B. O preço por ação que existia na sociedade A passará a não existir na sociedade B – o preço por ação será aquele da sociedade B, de acordo com o valor da sociedade B dividido pelo número de ações emitidas pela sociedade B.

Já a fusão é a operação por meio da qual duas ou mais sociedades são unidas para formar uma sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações, de acordo com o Artigo 228 da Lei das S.A. Considerando a extinção de ambas as sociedades, com as perdas completas de inscrições no cadastro nacional de pessoas jurídicas, de eventuais créditos tributários, eventuais incentivos fiscais (atrelados ao CNPJ), tais operações são incomuns. “O que geralmente as empresas efetuam dando o nome da fusão (de maneira equivocada) é a constituição de uma *holding*, com a conferência a seu capital social das ações/quotas das sociedades envolvidas na operação” [Anan Junior (2005, p.26)].

A cisão, conforme Artigo 229 da Lei das S.A.,

é a operação pela qual a companhia transfere parcelas de seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.

É possível vislumbrar quatro tipos diferentes de cisão: (a) com extinção da sociedade cindida e criação de novas sociedades; (b) com extinção da sociedade cindida e incorporação das parcelas cindidas ao patrimônio de outras sociedades já existentes; (c) sem extinção da sociedade cindida e criação de nova sociedade; e (d) sem extinção da sociedade cindida e incorporação da parcela cindida ao patrimônio de outra sociedade já existente.

Os acionistas da sociedade cindida recebem ações, sejam das novas sociedades criadas com a cisão, sejam das sociedades já existentes que receberam parcelas cindidas. Assim, por exemplo, se a sociedade A é cindida sem extinção, com a parcela cindida

sendo incorporada pela sociedade B, os acionistas da sociedade A permanecerão acionistas da sociedade A, a qual diminuiu de tamanho, e também receberão novas ações de emissão da sociedade B. Haverá aumento de capital na sociedade B, seguindo o exemplo de uma incorporação.

Desse modo, é possível verificar que todas as operações implicam sucessão de direitos e obrigações.

As figuras jurídicas da incorporação, fusão ou cisão, são em realidade, uma sucessão universal de bens, direitos e obrigações, em que é transferido o patrimônio líquido (acervo líquido) de uma pessoa jurídica para outra. Tem como característica simplificar e facilitar os processos de reorganização societária, tendo em vista que a liquidação e a extinção de sociedades são processos longos e trabalhosos [(Anan Junior (2005, p. 20)].

É nesse contexto que a Lei das S.A. cria, nos artigos 231 a 233, um sistema de proteção de crédito nas reorganizações societárias. Além da sucessão das obrigações referentes às sociedades resultantes das operações de incorporação e fusão e à que receber parcela cindida, conforme previsto expressamente no *caput* dos artigos 227 e 228 e §1º do Artigo 229, a Lei das S.A. prevê basicamente duas proteções adicionais aos credores.

A primeira consiste na possível exigência de recebimento antecipado ou de garantia do crédito, conforme artigos 231 e 232. Isso porque ambos os artigos tratam do direito do credor de não aprovar a reorganização societária ou de tentar anulá-la caso seja prejudicado por ela (o Artigo 231 refere-se a todas as três operações e o 232 às operações de fusão e incorporação), mas possibilitam à sociedade devedora o direito de elidir tal aprovação ou anulação caso se disponha a pagar antecipadamente ou a consignar a quantia devida.

A segunda, prevista no Artigo 233, refere-se especificamente à cisão, estatuinto a solidariedade para as sociedades que absorverem parcelas do patrimônio cindido em relação às obrigações da sociedade cindida.

O Artigo 231, destinado aos debenturistas, é o de maior importância para o presente estudo. O artigo dispõe o que segue:

#### Direitos dos Debenturistas

Art. 231. A incorporação, fusão ou cisão da companhia emissora de debêntures em circulação dependerá da prévia aprovação dos debenturistas, reunidos em assembléia especialmente convocada com esse fim.

§ 1º Será dispensada a aprovação pela assembléia se for assegurado aos debenturistas que o desejarem, durante o prazo mínimo de 6 (seis) meses a contar da data da publicação das atas das assembléias relativas à operação, o resgate das debêntures de que forem titulares.

§ 2º No caso do § 1º, a sociedade cindida e as sociedades que absorverem parcelas de seu patrimônio responderão solidariamente pelo resgate das debêntures.

Como explicado, tem o artigo o claro intuito de proteção de crédito, não havendo preocupação com um possível direito de acesso a ações. Tal constatação é respaldada pela Exposição de Motivos 196, de 24 de junho de 1976, sobre a Lei das S.A., ao referir-se ao Artigo 231 (então numerado como Artigo 232): “O artigo 232 inova a legislação em vigor ao submeter as operações de incorporação, fusão ou cisão da companhia, à prévia aprovação dos debenturistas, assegurando aos dissidentes o direito de pedir o resgate dos seus títulos”. O artigo não distinguiu ou criou qualquer tratamento especial para debêntures conversíveis. Em vez disso, regulou os “Direitos dos Debenturistas” de forma genérica, mencionando a “incorporação, fusão ou cisão da companhia emissora de debêntures em circulação”. Ao fazê-lo, aparentemente criou um regramento para todos os tipos de debêntures, até mesmo as conversíveis. No entanto, como se pretende demonstrar, esse regramento não é próprio para estas.

É preciso, ainda, mencionar uma questão prática quanto à sucessão. Para José Edwaldo Tavares Borba, a sucessão aplica-se de imediato: “a reorganização societária (incorporação, fusão e cisão da emissora) interfere com os interesses dos debenturistas, uma vez que transmuda o devedor, seja através do fenômeno da sucessão, seja pela redução de suas forças” [Borba (2005, p. 110)]. Contudo, alguns especialistas consideram que a sucessão mencionada nos

artigos 227, 228 e 229 não se opera de modo simples, dependendo de nova emissão de debêntures pela sociedade sucessora, isto é, a sucessora emite novas debêntures para substituir as antigas, emitidas pela sociedade que se sujeitou à reorganização. Nesse sentido leciona Modesto Carvalhosa:

Portanto, ainda que sejam idênticos os termos da antiga e da nova escritura de emissão (art. 61), a obrigação assumida pela sociedade ou sociedades resultantes do negócio reorganizativo será inteiramente autônoma da primeira, também quanto à forma. Por isso impõe-se a celebração de uma nova escritura de emissão (art. 61), mesmo porque as garantias instituídas serão novas. As garantias anteriores pertenciam ao patrimônio extinto em decorrência da fusão ou da incorporação ou da cisão total ou parcial. Como ensina Serpa Lopes: ‘A moderna novação opera-se pela extinção de uma obrigação existente, mediante a constituição de uma nova, que a substitui, havendo, portanto, uma substituição e não uma translação do conteúdo material de uma na outra, pressupondo a diversidade substancial das obrigações [Carvalhosa (2009, p. 332)].

## **Lacuna legal – consequências e solução**

Como visto, as debêntures conversíveis embutem um derivativo, uma opção de aquisição de ações da sociedade emissora das debêntures, cujo valor não é destacado do valor nominal ou valor de face da debênture. Tal opção tem suas condições de exercício estabelecidas na escritura de emissão – preço de conversão e prazo para conversão.

As operações de reorganização societária, ao alterarem a personalidade jurídica e a base acionária das sociedades envolvidas, acabam por desajustar as condições da opção de conversão, mais especificamente o preço de conversão.

No caso das operações de incorporação da sociedade emissora das debêntures e da fusão, esta deixa de existir. Ao ser incorporada ou fundida a sociedade emissora, a base acionária deixa de existir,

sendo os acionistas da sociedade, que votaram pela incorporação ou fusão, “incorporados” na base acionária da sociedade incorporadora ou resultante da fusão. Como a quantidade de ações e o valor da companhia resultante da reorganização são diversos daqueles originalmente ajustados na cláusula de conversibilidade, o preço de conversão previamente estipulado fica desajustado. Desse modo, a mera sucessão prevista como proteção ao crédito não é suficiente para proteger o derivativo, vez que não tem o condão de ajustar o preço de conversão à nova realidade. Sem uma alteração na escritura para readequar o preço, a opção de conversão fica sem autoaplicabilidade. Todavia, o sistema de proteção criado na Lei das S.A. não estabelece a obrigação da companhia sucessora de fazê-lo.

No caso da cisão, conforme já explicado, os acionistas da sociedade cindida não perderam patrimônio, pois receberam ativos, em tese, equivalentes. Ademais, os acionistas da sociedade cindida participaram da decisão acerca da cisão, pois votaram-na em assembleia. Já os detentores de debêntures conversíveis são prejudicados instantaneamente, vez que a proteção legal só lhes resguarda a porção creditória de seu título, ignorando o derivativo. O preço de conversão também fica automaticamente desajustado. Diferentemente dos acionistas da sociedade cindida, que recebem ações da sociedade recebedora da parcela cindida, os debenturistas não ganham direito a receber ações desta sociedade e ainda continuam pagando o mesmo preço de conversão originalmente previsto, preço este que considerava o patrimônio e perspectiva de rentabilidade originais da sociedade cindida.

Para esclarecer: se o patrimônio líquido de uma sociedade é diminuído sem alteração na quantidade de ações, há uma diluição no valor patrimonial das ações; se o acionista recebe ativo que compense a diluição, então não sofrerá prejuízo; mas, se o debenturista se propunha a pagar o valor referenciado no patrimônio da sociedade, é preciso que receba compensação para que não seja prejudicado. Ressalte-se ainda que o prejuízo é imediato (não meramente hipotético), pois o valor de sua *call option* foi minorado. O efeito financeiro é o mesmo que um aumento unilateral no preço de exercício da opção, isto é, o detentor da opção acaba pagando o mesmo preço por um ativo que vale menos.



Em todos os casos, não se trata de uma mudança de condições inerente ao rumo natural dos negócios, isto é, não se trata de um prejuízo na opção de compra próprio da natureza do negócio. Este seria o caso, por exemplo, em uma crise financeira que prejudica as cotações e torna mais difícil que o preço de mercado atinja o preço de exercício da opção. Ou ainda, não se trata do risco do empreendimento, que pode interferir no valor das ações e, conseqüentemente, no valor da opção. Trata-se de uma alteração no negócio jurídico por deliberação unilateral de uma das partes. A companhia emissora e seus acionistas deliberam a reorganização societária que alterou as condições prometidas aos investidores – ainda que o objetivo não seja unicamente prejudicar os debenturistas. Ao debenturista deve ser garantida a manutenção do equilíbrio financeiro e expectativas negociadas, contra uma decisão unilateral da outra parte.

Cabe ainda explicar que, independentemente de outros objetivos almejados na reorganização, a perda da conversibilidade poderá ser benéfica aos acionistas da companhia emissora, pois estes evitarão a diluição que a conversão virá a representar (ainda que, no momento inicial da emissão, tenha sido observado o disposto no Artigo 171, §3º). A conversão representa a extinção de uma dívida em contraposição a um aumento de capital. A diluição decorrente desse aumento de capital poderá ser menos benéfica aos acionistas que a diminuição do endividamento da emissora, na medida em que pode afetar o fluxo de dividendos de forma negativa para os atuais acionistas (maior base para dividir lucros em contraposição ao endividamento, despesa financeira, que permite dedução de imposto).

Ocorre que o sistema de proteções criado pelos artigos 231 a 233 da Lei das S.A. não cria quaisquer mecanismos de ajuste ou ressarcimento pela perda do derivativo embutido na debênture conversível. Ao buscarem os referidos artigos unicamente a proteção do crédito, falham pela falta de regulação referente à conversibilidade.

O Artigo 231, destinado especificamente aos “direitos dos debenturistas”, somente prevê para o debenturista o direito de ter suas debêntures resgatadas, pelo valor nominal, ou de manter-se com o crédito na sociedade sucessora, sem a autoaplicabilidade de sua opção

de conversão. Para piorar, ao mencionar genericamente “debêntures”, aparentemente incluiu as conversíveis no mesmo tratamento aplicável a uma debênture simples, fazendo crer que a opção de conversibilidade pode ser ressarcida pelo mero resgate, o que – conforme já demonstrado – não procede.

O desajuste na conversibilidade é reconhecido por José Tavares Edwaldo Borba:

Uma outra situação que poderá afetar, substancialmente, as bases da conversão é a que resulta dos processos de incorporação, fusão e cisão. O debenturista de determinada sociedade torna-se credor, por força de sucessão, de diversa sociedade. As ações que lhe serão atribuídas, se exercido o direito de conversão, não serão as ações originariamente previstas; serão ações da incorporadora ou da nova sociedade resultante da reorganização societária empreendida. As bases da conversão terão que ser ajustadas a essa nova realidade, de modo a refletir a mesma equação de forças entre o valor de resgate da debênture e o preço de emissão das ações, que fora preestabelecido quando da emissão das debêntures. A reorganização societária depende de prévia aprovação em assembleia dos debenturistas, mas os dissidentes, se não houver a plena preservação das bases da conversão, poderão questionar, judicialmente, a operação realizada [...] [Borba (2005, p. 270)].

A opinião do professor é correta, mas, com a devida vênia, merece algum ajuste. Correta porque os debenturistas contam com o direito de recorrer ao judiciário para preservar sua conversibilidade, ainda que o Artigo 231 não tenha expressamente previsto o ajuste da cláusula de conversão. Nesse sentido, considerando a lógica financeira que envolve a conversibilidade, o melhor entendimento das cortes deve ser que há sim uma lacuna legal, vez que o Artigo 231 da Lei das S.A., os artigos 227 a 229, 232 e 233 claramente não regulam de forma exaustiva todos os contornos existentes em uma debênture conversível. Havendo tal lacuna, deve o poder judiciário supri-la, utilizando-se como parâmetro o fim econômico da conversibilidade, a lealdade e boa-fé exigida nos negócios jurídicos e a proibição de enriquecimento sem causa por uma das partes do negócio.

Não obstante, há dois pontos de ajuste. Primeiramente, a atuação jurisdicional deve ser readequar a conversão em vez de atacar a operação de incorporação, fusão ou cisão. Isso porque a anulação de uma reorganização societária é uma tarefa bem mais complexa que a readequação de um valor mobiliário. A anulação exigiria a reversão de vários atos ocorridos em razão da reorganização societária, como o cancelamento de CNPJ, a migração de acionistas – com as repercussões até nos sistemas da bolsa de valores em que as ações das companhias são negociadas –, as junções de departamentos/divisões empresariais etc. O ataque judicial a uma reorganização societária é mais viável por medidas liminares para a suspensão das assembleias de fusão, incorporação ou cisão. Uma vez que tais operações estejam concluídas, é difícil retornar ao estado anterior.

Ademais, a sociedade não pode ter suas decisões transferidas da assembleia geral de acionistas para a assembleia geral de debenturistas, pois estes – até que convertam suas debêntures – não são acionistas, não podendo, portanto, ter tamanha ingerência que suplante as decisões de acionistas quanto aos rumos sociais. Tal entendimento é respaldado por Modesto Carvalhosa, que comenta o Artigo 231, apesar de, ao fazê-lo, não ter atentado para a conversibilidade, tendo se limitado somente ao caráter creditório das debêntures.

Não têm, com efeito, os debenturistas legítimo interesse para aprovar ou desaprovar o negócio da fusão, de incorporação ou de cisão, de natureza tipicamente patrimonial, operada no âmbito dos sócios ou acionistas da sociedade envolvida. O legítimo interesse dos debenturistas é de natureza diversa, pelo que pode a comunhão (art. 71), diante do desaparecimento da incorporada, das fundidas ou da sociedade totalmente cindida, tornar ineficaz o negócio, se não aceitar a novação subjetiva. Se esta não for aceita pela assembleia especial, não restará à sociedade devedora envolvida outro remédio que não o de resgatar antecipadamente o seu débito. [...] Não têm, assim, como referido, os debenturistas competência para impedir a validade do negócio reorganizativo, já que não são seus protagonistas [Carvalhosa (2009, p. 330)].

Em segundo lugar, a melhor solução para o debenturista não deve ser a prestação jurisdicional. Não é aconselhável realizar um investimento sujeito a tamanho risco. Veja-se: como a lei não regula expressamente o assunto, haverá a necessidade de convencer o juízo. Além disso, a avaliação do derivativo é algo bastante complexo, de modo que os debenturistas poderão não ser devidamente ressarcidos, seja mediante uma readequação da cláusula de conversibilidade ordenada judicialmente, seja em eventuais perdas e danos. Ressalte-se que a readequação da conversibilidade também não é algo simples – pode ser realizada por diversos modos, sem mencionar que a morosidade das decisões jurisdicionais pode tornar tal readequação inviável, restando apenas perdas e danos. Deixar tais decisões de cunho financeiro complexo a cargo do poder judiciário não é incentivo para investimento, prejudicando o contínuo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Diante do exposto, a melhor solução deve ser a estipulação de readequação na própria escritura de emissão das debêntures conversíveis. Dessa forma, a própria sociedade emissora (e seus acionistas), ao oferecer suas debêntures aos investidores, já prometerá a estes a devida salvaguarda contra prejuízos eventualmente causados à conversibilidade. Essa solução foi proposta pelo professor José Edwaldo Tavares Borba, ao tratar, porém, de um tema diverso, o da proteção antidiluição em debêntures conversíveis.

Caberá, portanto, à escritura de emissão, à falta de disciplina legal expressa, o encargo de instituir as normas de proteção contra a diluição. E é extremamente importante que o faça, a fim de que se tenha a definição prévia e expressa dos processos de recomposição do equilíbrio das bases da conversão [Borba (2005, p. 267)].

É importante que as alternativas de readequação estipuladas na escritura de emissão tenham como premissa a manutenção das condições iniciais do derivativo embutido, em especial preço e prazo. Não são boas as alternativas que envolvam, por exemplo, a necessidade de o debenturista precisar converter suas debêntures antes do prazo

inicialmente estabelecido. É que, quanto maior o prazo de uma opção, maior é seu valor. Nesse sentido, adaptar o Artigo 230, conjugado com Artigo 136, Incisos IV e IX, e Artigo 137, que versam sobre direito de retirada, para aplicá-lo aos debenturistas não se mostra como solução adequada. A *call option* é diferente de uma ação – a ação já configura um risco de empreendimento do negócio e esse fato é refletido em seu valor. Já a opção de compra é um direito de “entrar no risco” caso este se mostre favorável e, mais ainda, um direito de obter um ganho de capital pela diferença entre preço de exercício da opção (no caso, preço de conversão das debêntures) e o preço da ação no mercado. A garantia de recebimento de valor de reembolso não é capaz de ressarcir pela perda da opção.

Veja-se o seguinte exemplo para ilustrar tal incapacidade: o investidor subscreve debênture conversível de emissão da sociedade A. A referida debênture tem preço de conversão de R\$ 10,00 por ação da sociedade A e prazo de conversão de cinco anos. No momento da subscrição, início do Ano 1, o preço de mercado da ação é de R\$ 6,00. Logo, será direito do investidor aguardar durante cinco anos para que o preço de mercado passe de R\$ 6,00 a um valor superior a R\$ 10,00. Caso isso ocorra, o investidor terá recebido a remuneração da debênture e ainda terá ganho de capital. Se, contudo, a sociedade A é extinta por incorporação logo na metade do Ano 1, o investidor não disporá de qualquer vantagem ao receber o valor de reembolso apurado no Ano 1 (o qual normalmente se dá pelo valor patrimonial, usualmente inferior ao de mercado ou, quando superior, não tão superior). Provavelmente o valor de reembolso será inferior a R\$ 10,00 e terá o investidor perdido sua opção. Ainda que o direito do debenturista fosse receber o valor de mercado da ação, o valor provavelmente não terá atingido o patamar de R\$ 10,00 em tão pouco tempo. Na verdade, essa solução não funciona porque desajusta o prazo de exercício da opção – se o investidor pagou por uma opção de conversão de cinco anos, obrigá-lo a exercê-la antes do prazo retira-lhe valor.

Por outro lado, alternativas que preservem as condições da opção são adequadas porque mantêm as expectativas acordadas pelas partes.

É possível vislumbrar modos diversos para atingir esse objetivo, como: (i) estabelecer que a conversibilidade continuará aplicável na companhia resultante da fusão ou incorporação, pelo restante do prazo original das debêntures, e que as relações de troca de ações utilizadas na fusão ou incorporação servirão como base para o ajuste da cláusula de conversão; (ii) estabelecer que o preço de conversão será ajustado nas mesmas proporções da parcela cindida; (iii) ajustar o preço de conversão pela proporção entre o valor de mercado apurado na época da reorganização societária e o preço de conversão, isto é, aferir se o preço de conversão está  $x\%$  abaixo do preço de mercado da ação e depois ajustá-lo conforme esse percentual em relação ao preço de mercado da ação da companhia resultante da reorganização societária; ou até mesmo (iv) estipular o resgate acrescido de pagamento de valor adicional que replique o valor da opção, com as premissas e fórmulas de cálculo do valor da opção já identificadas na escritura (para evitar divergência na avaliação da opção).

Cumpra mencionar que estipulações desse tipo já estão presentes no mercado brasileiro de debêntures conversíveis, ainda que de forma incipiente. Adicionalmente às usuais cláusulas de vencimento antecipado pelos debenturistas, algumas emissões mais recentes buscaram regular as consequências de uma eventual reorganização societária da emissora no valor do derivativo, de modo mais específico em relação a um ou outro tipo de reorganização societária.

O “Instrumento Particular de Escritura da 5ª Emissão Privada de Debêntures, com Garantia Flutuante, Conversíveis em Ações da Lojas Americanas S.A.”, datado de 28 de setembro de 2011, negociado pela companhia com a BNDES Participações S.A. (BNDESPAR), estatuiu, em complemento à possibilidade de vencimento antecipado pelos debenturistas, a opção de migração da conversibilidade para a companhia sucessora, em caso de incorporação. A cláusula previu o ajuste do preço de conversão nos seguintes termos:

No caso de a Reorganização Societária envolver uma fusão ou uma incorporação em que a EMISSORA seja a sociedade a ser incorporada, será, em qualquer hipótese, garantido aos DEBENTURISTAS o

direito de exigir, em ASSEMBLEIA GERAL DE DEBENTURISTAS, alternativamente ao vencimento antecipado, a sucessão das obrigações desta EMISSÃO ou a subscrição de nova emissão,<sup>2</sup> conforme a seguir:

(i) a sucessão total das obrigações desta EMISSÃO pela companhia resultante da Reorganização Societária e aditamento desta ESCRITURA com a finalidade exclusiva de garantir o direito de conversão das debêntures em ações da referida companhia e a alteração da razão de conversão das DEBÊNTURES contida no item 16.1 acima, de forma que a quantidade de ações a ser recebida pelos DEBENTURISTAS na conversão deverá ser alterada de acordo com a relação de troca estabelecida no laudo de avaliação das ações emitido para fins da Reorganização Societária, nos termos da seguinte fórmula; ou

$$\text{Nova Quantidade de Ações} = \frac{\text{Valor da Emissão} \times \text{Relação Troca Incorporação}}{\text{Preço da Conversão}}$$

(ii) subscrição de nova emissão de debêntures emitidas pela companhia resultante da Reorganização Societária, cuja integralização ocorra mediante utilização das DEBÊNTURES da presente EMISSÃO e cujas características sejam as mesmas da presente EMISSÃO, com a sucessão total das obrigações desta EMISSÃO pela companhia resultante da Reorganização Societária e a garantia do direito de conversão das debêntures em ações da referida companhia. Nesta hipótese, devem ser observados os seguintes parâmetros para a razão de conversão das novas debêntures: a quantidade de ações a ser recebida pelos DEBENTURISTAS na conversão deverá ser alterada de acordo com a relação de troca estabelecida no laudo de avaliação das ações emitido para fins da Reorganização Societária, nos termos da seguinte fórmula.

$$\text{Nova Quantidade de Ações} = \frac{\text{Valor da Emissão} \times \text{Relação Troca Incorporação}}{\text{Preço da Conversão}}$$

---

<sup>2</sup> Considerando a controvérsia acerca da sucessão, se esta se opera de pleno direito ou se depende de nova emissão, conforme explicado no presente estudo, a cláusula estabeleceu duas formas de manutenção da conversibilidade: ou mediante sucessão automática, ou mediante o direito de subscrever nova emissão.

O exemplo de cláusula estabelece a readequação da conversibilidade com base nas avaliações feitas no âmbito da reorganização societária, mantendo inalteradas as demais características das debêntures, até mesmo o prazo para conversão. Considerando que as operações de fusão, incorporação e cisão implicam a sucessão de obrigações pela sociedade resultante da fusão e pelas sociedades envolvidas na incorporação e cisão, estas sucederiam a emissora das debêntures no cumprimento da cláusula, isto é, na obrigação de proceder à conversão ou de emitir novas debêntures. Ainda que a exequibilidade da cláusula não tenha sido testada, no mínimo tornará evidente que todas as sociedades envolvidas na reorganização societária (e seus acionistas) tinham plena ciência de que a captação de recursos obtida pela emissão das debêntures foi realizada mediante promessa de manutenção da conversibilidade e que a opção de conversão não poderia ser ressarcida mediante mero pagamento antecipado do valor de face das debêntures.

A escritura da segunda emissão de debêntures pública, conversíveis em ações, do Minerva S.A., de 19 de maio de 2011, também merece menção. A Cláusula 4.8.5.5 estabeleceu fórmula de ajuste do preço de conversão em caso de cisão da companhia, conforme transcrito a seguir:

Na hipótese do Emissor realizar uma cisão de parte de seu ativo e distribuir, para seus acionistas, ações, quotas ou qualquer valor mobiliário representativo da parte cindida, que sejam negociadas em bolsa de valores, os Preços de Conversão, serão ajustados de acordo com a fórmula:

$$PreçosConv_{depois} = PreçosConv_{antes} \times \frac{PreçoMédio}{PreçoMédioCisão + PreçoMédio}$$

onde:

PreçosConvantes = Preços de Conversão vigentes imediatamente antes do fim do Período de Avaliação (conforme definido a seguir), informados/calculados com 6 (seis) casas decimais, sem arredondamento;  
PreçosConvdepois = Preços de Conversão vigentes imediatamente após o fim do Período de Avaliação (conforme definido a seguir), calculados com 6 (seis) casas decimais, sem arredondamento;



PreçoMédioCisão = preço médio das ações, quotas ou valores mobiliários representativos da parte cindida, por Ação, em 60 (sessenta) pregões consecutivos contatos da Data ex-Direito (“Período de Avaliação”), calculado de forma análoga ao Preço Médio da Ação;  
PreçoMédio = Preço Médio da Ação no último dia do Período de Avaliação.

Por fim, cabe ainda abordar um aspecto diretamente ligado a tais estipulações. Poder-se-ia indagar sobre a impossibilidade jurídica de afastar o §1º do Artigo 231, isto é, se é possível afastar o direito da emissora de simplesmente oferecer o resgate como meio de elisão de eventuais direitos dos debenturistas na reorganização societária. O melhor entendimento deve ser em relação à preservação das bases econômico-financeiras do negócio jurídico. Não deve ser possível à emissora opor um resgate ao debenturista se a própria escritura de emissão já prever o meio de ajuste da conversibilidade. Em outras palavras: será direito do debenturista exigir o ajuste da conversão nos termos e condições já delineados na própria escritura de emissão, não sendo possível à emissora elidir tal direito mediante oferta de resgate das debêntures. Portanto, deve valer o previsto na escritura.

## Conclusão

A Lei das S.A., ao regular as consequências resultantes das operações de reorganização societária previstas nos artigos 227 a 229 às operações de crédito, estabeleceu como conceito geral a sucessão de todas as obrigações pela sociedade recebedora de ativos.

No que tange a operações envolvendo sociedades emissoras de debêntures, operações de crédito com regulação especialmente edificada no Capítulo V da Lei das S.A., o Artigo 231 previu, adicionalmente à sucessão, o direito dos debenturistas de deliberarem sobre a reorganização societária, direito passível de exclusão pela sociedade caso esta ofereça aos debenturistas o resgate antecipado de suas debêntures.

Tal regramento endereçou nitidamente a proteção ao risco de crédito (permitindo ao credor reaver seus recursos inicialmente investidos), porém olvidou-se de identificar e regular as consequências para operações de debêntures em que há mais que um crédito, as debêntures conversíveis, em que há um derivativo embutido que modifica o valor da debênture.

Ao permitir tal lacuna, a lei permite que os detentores de debêntures conversíveis tenham seus legítimos interesses prejudicados por alterações unilaterais do negócio jurídico. Eis que a emissora do título poderá, mediante vontade própria (manifestada por seus acionistas em assembleia), decidir por uma reorganização societária que desequilibrará o valor do derivativo ou até mesmo o aniquilará, desequilibrando, por conseguinte, o valor total da própria debênture.

Isso porque a lei somente resguarda o debenturista em relação ao valor nominal ou de face da debênture, mas não em relação ao valor intrínseco do derivativo embutido no direito de conversão das debêntures em ações. O valor desse derivativo guarda relação com o preço da ação da sociedade emissora da debênture, destacando-se do mero valor de face da debênture.

Em vista de tal possibilidade de enriquecimento sem causa pela companhia e seus acionistas contra os investidores de suas debêntures conversíveis, é necessário que as emissões de debêntures conversíveis contem com proteções adequadas. Nesse sentido, o mercado já apresenta algumas soluções para preservação do valor intrínseco da conversibilidade, ainda que de modo incipiente.

Até que a Lei das S.A. seja alterada para suprir a lacuna, a melhor solução para resguardar os direitos dos debenturistas dar-se-á pela estipulação, na escritura de emissão das debêntures conversíveis, de critérios e mecanismos predefinidos de readequação nas condições da conversibilidade que preservem as premissas econômico-financeiras originais da debênture, afastando-se, para esse fim, o direito da companhia de resgatar as debêntures, previsto no §1º do Artigo 231.

## Referências

- ANAN JUNIOR, P. *Fusão, cisão e incorporação de sociedades – teoria e prática*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- BORBA, J. E. T. *Das debêntures*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.
- CARVALHOSA, M. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. V. 4. Tomo I. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.
- CFA INSTITUTE. *Alternative Asset Valuation and Fixed Income – CFA Program Curriculum – Level II*. V. 5. New York: Pearson Custom Publishing, 2010.
- EIZIRIK, N. *et al. Mercado de Capitais Regime Jurídico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- INVESTOPEDIA. *Black Scholes Model Definition*. Disponível em: <<http://www.investopedia.com/terms/b/blackscholes.asp#axzz1WXX9DeCt>>. Acesso em: 30 ago. 2011.
- SANTOS, D. J. S. Debêntures: um instrumento moderno de aplicação e captação de recursos. *Revista do BNDES*, v. 13, n. 26. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2006.

## Bibliografia

- BORBA, J. E. T. *Direito societário*. 11. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- CARVALHOSA, M.; EIZIRIK, N. *A nova lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002.
- CASTRO, R. R. M.; ARAGÃO, L. S. (coord.). *Sociedade Anônima – 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.
- COELHO, F. U. *Curso de Direito Comercial*. V. 2. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.